



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TRABAJO FIN DE ESTUDIOS

Título

Financiación de grandes empresas: Project Finance

Autor/es

ANA OTERO PROVEDO

Director/es

ROSA MARÍA ECHARRI SÁEZ

Facultad

Facultad de Ciencias Empresariales

Titulación

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Departamento

ECONOMÍA Y EMPRESA

Curso académico

2019-20



Financiación de grandes empresas: Project Finance, de ANA OTERO
PROVEDO

(publicada por la Universidad de La Rioja) se difunde bajo una Licencia Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 3.0 Unported. Permisos que vayan más allá de lo cubierto por esta licencia pueden solicitarse a los titulares del copyright.



FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Financiación de grandes empresas: Project Finance
Financing of large companies: Project Finance

Autor: D^a. Ana Otero Provedo

Tutor/es: Prof. D^a. Rosa María Echarri Sáez

CURSO ACADÉMICO 2019-2020

ÍNDICE

RESUMEN / ABSTRACT	4
1. INTRODUCCIÓN	5
2. ANTECEDENTES / MARCO CONCEPTUAL	6
2.1. Fuentes de financiación	6
3. PROJECT FINANCE.....	12
3.1. ¿Qué es el Project Finance?	12
3.2. Antecedentes históricos	14
3.2.1. <i>Evolución del Project Finance a nivel mundial</i>	15
3.2.2. <i>Comparativa geográfica a nivel mundial (2020)</i>	16
3.2.3. <i>Project Finance en España</i>	17
3.3. Características esenciales del Project Finance	18
3.4. Estructura de los proyectos	19
3.5. Partes que intervienen en el Project Finance	20
3.6. Ventajas y desventajas de la utilización del Project Finance.....	24
3.6.1. <i>Ventajas del Project Finance</i>	24
3.6.2. <i>Desventajas del Project Finance</i>	25
3.7. Ámbito de aplicación	26
3.7.1. <i>Public Private Partnership</i>	27
3.7.2. <i>Uso de Project Finance por sectores a nivel mundial</i>	27
3.8. Matriz de riesgos y riesgos del Project Finance	30
3.8.1. <i>Los riesgos preliminares</i>	30
3.8.2. <i>Los mitigantes genéricos</i>	30
3.8.3. <i>Los mitigantes específicos</i>	31
4. CONCLUSIONES	33
BIBLIOGRAFÍA	

ÍNDICE DE TABLAS E ILUSTRACIONES

TABLAS

Tabla N° 1: Fuentes de financiación.....	6
Tabla N° 2: Diferencias entre Project Finance y financiación tradicional.....	14
Tabla N° 3: Comparativa geográfica a nivel mundial del Project Finance.....	17
Tabla N° 4: Project Finance en EMEA.....	18
Tabla N° 5: Uso Project Finance por sectores a nivel mundial.....	28

ILUSTRACIONES

Ilustración N° 1: Evolución del Project Finance.....	15
Ilustración N° 2: Evolución del Project Finance por áreas geográficas.....	16
Ilustración N° 3: Fases del Project Finance.....	20
Ilustración N° 4 : Elementos de una SVP.....	22
Ilustración N° 5: Imagen de los flujos de caja según el momento del proyecto.....	24
Ilustración N° 6: Uso del Project Fianance durante el 1º cuatrimestre 2019.....	29
Ilustración N° 7: Uso del Project Fianance durante el 1º cuatrimestre 2020.....	29

RESUMEN: La financiación de las organizaciones proviene de dos grandes fuentes: la de carácter interno, también denominada patrimonio y la de tipo externo o pasivo. Durante su trayectoria, que van desde el inicio de sus operaciones, puesta en funcionamiento y continuidad de las transacciones, las entidades han tenido que recurrir a esas fuentes de financiación, las cuales revisten gran importancia para garantizar el principio de empresa en marcha, el cual supone que el propósito fundamental de la empresa es mantener el ciclo normal de sus operaciones de manera sostenida.

Además de las fuentes de financiación tradicionales, en los años 70 surgió un nuevo modelo de financiar las empresas denominado Project Finance. Este recurso se trata de una herramienta basada en recuperar el dinero invertido para la financiación de un proyecto por medio de sus flujos de caja y el valor de sus activos.

En este trabajo analizaremos de una manera teórica las fuentes de financiación de las grandes empresas, focalizándonos en el Project Finance, detallando tanto su metodología de trabajo, como sus principales características y ámbitos de aplicación, entre otros datos.

ABSTRACT: Funding for organizations comes from two main sources: internal funding, also known as equity, and external or passive funding. During the history of the companies, which goes from the beginning of its operations, its start-up and its continuity of transactions, entities have had to resort to different types of financing, which they are of great importance to guarantee the principle of a going concern, that is, the fundamental purpose of the company is to maintain the normal cycle of its operations in a sustained manner.

In addition to traditional sources of financing, a new model for financing companies, called Project Finance emerged in the 1970s. This resource is a tool based on recovering the money invested to finance a project through its cash flows and the value of its assets.

In this work we will analyze in a theoretical way the sources of financing of large companies, focusing on Project Finance, detailing not only their work methodology, but also their main characteristics and areas of application, among other data.

1. INTRODUCCIÓN

Según la Real Academia Española, financiar consiste en aportar el dinero necesario para el funcionamiento correcto de una empresa, actividad u obra.

Ante un mundo globalizado, cambiante y altamente competitivo, se hace necesario que las organizaciones conozcan con profundidad la naturaleza de su negocio, la operatividad de los mercados y con cuales fuentes de financiación pueden contar, a fin de optimizar los recursos humanos, materiales y financieros, que le garanticen su rentabilidad y sustentabilidad. Para ello, todas las organizaciones cuentan con dos fuentes básicas de financiación; la de carácter interno, que proviene de sus accionistas y de los resultados de sus operaciones, y la segunda fuente es de naturaleza externa, es decir la proporcionan terceros.

En ese sentido, Cifuentes, R. (2013) indica que es preciso que la empresa defina sus necesidades de financiación, seleccione las fuentes y los niveles adecuados de endeudamiento. Es por ello que se debe analizar su capacidad de pago, identificar sus riesgos y las condiciones para obtener financiamiento: tasa de interés, plazo y monto requerido. Además, García Aranda (2019), sostiene que han de tomarse en consideración la finalidad del crédito, su tiempo de recuperación y el nivel de endeudamiento.

El objetivo de este Trabajo Fin de Grado es explicar las alternativas que poseen las empresas para financiar sus proyectos. En él, hemos tratado de identificar los diferentes métodos de financiación que las empresas tienen hasta el momento, diferenciando la financiación por recursos propios de la realizada por préstamos bancarios.

Además, el trabajo está enfocado a explicar la alternativa de financiación de grandes proyectos surgida en los años 70 y no utilizada en España hasta los últimos años, el Project Finance.

El término Project Finance se refiere a la financiación de grandes proyectos de infraestructuras o energía cuya inversión inicial es especialmente costosa y su periodo de rentabilización muy largo. Sólo en 2015 este negocio movió más de 422.000 millones de dólares, de los cuales aproximadamente un 37% correspondieron a proyectos puestos en marcha en Europa, Oriente Medio y África. (BBVA, 2016)

La estructura del trabajo podemos separarla en dos partes principales, la primera parte que corresponde con el apartado 2, antecedentes / marco conceptual, hace referencia a las principales fuentes de financiación de las empresas las cuales provienen de dos vías, la interna y la externa. En la segunda parte del trabajo nos centraremos exclusivamente en Project Finance, explicando qué es, sus principales características y ventajas y desventajas respecto a la financiación tradicional. Además, apoyándonos en gráficos globales sobre su utilización, podremos apreciar de una manera más visual los diferentes ámbitos de aplicación de este método y cómo es su uso en los diferentes países del globo.

2. ANTECEDENTES / MARCO CONCEPTUAL

2.1. Fuentes de financiación

Las fuentes de financiación de las empresas provienen de dos vías, la interna y la externa. En la primera de ellas, el financiamiento está formado por las aportaciones de capital de sus dueños y por la reinversión de los resultados de las operaciones, conocido como ganancia, cuyos componentes se conocen como recursos propios. En la segunda fuente, la entidad recurre a la financiación de terceros (apalancamiento), por ejemplo, un préstamo bancario, solicitud de crédito a sus proveedores, emisión de bonos corporativos, entre otros.

Desde el punto de vista contable, la financiación de las empresas se refleja en el Estado de Situación Financiera en la parte de pasivo y patrimonio, para reflejar las deudas con terceros y la financiación con recursos propios respectivamente. A su vez, las fuentes de financiación suelen ser clasificadas en función del nivel de tiempo que exija, pudiendo ser a corto plazo y a largo plazo. (Cifuentes, R., 2013)

Siguiendo con lo explicado anteriormente, Durán Graván menciona que en la actualidad existen once vías de financiación directa e indirecta que mezclan modelos tradicionales de endeudamiento con innovaciones financieras y tecnológicas surgidas de la evolución del entorno de las empresas. (Ver Tabla N°1)

Tabla N° 1

Fuentes de Financiación

<i>Clases</i>	<i>Descripción</i>
<i>Crédito Bancario</i>	Los préstamos bancarios son la alternativa más fácil y la más usada tradicionalmente por las empresas españolas según la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR), el 82% de las Pymes que necesitaron financiación durante 2017 acudieron a las entidades bancarias.
<i>Business Angels</i>	Se trata de personas físicas que poseen conocimientos empresariales y capacidad financiera para invertir, lo cual permite financiar proyectos empresariales que posean alto potencial de crecimiento, además de aportar su experiencia para el desarrollo de las primeras fases.

<i>Fondos de capital riesgo</i>	Alternativa de financiación muy utilizada por ‘startups’ ¹ e innovadores que requieren recursos para expandir su negocio. Los mismos son gestionados a través de sociedades anónimas especializadas y se materializan con su inversión dentro de la empresa que lo solicita, con el objetivo de obtener beneficio con la futura venta de su participación. El capital de muchas de esas empresas proviene del sector privado aunque también se pueden encontrar grandes empresas, bancos y administración pública.
<i>Aceleradores de ‘startups’</i>	Son instituciones que seleccionan ciertas startups a fin de acelerar su crecimiento (aceleradoras) o apoyándolas en su etapa inicial para que puedan perfilar exitosamente un modelo de negocio (incubadoras), captar clientes y modalidades de financiación en su etapa inicial. Esa modalidad surgió tras los avances tecnológicos y la creciente necesidad de acelerar el desarrollo y crecimiento de esas empresas.
<i>Factoring</i>	Orientado principalmente a las Pymes. Es un contrato mediante el cual una empresa traspasa sus futuros cobros a otra empresa, recibiendo a cambio el dinero anticipado de esas facturas, previo descuento de un valor acordado entre las partes.
<i>Subvenciones y ayudas públicas</i>	La Administración Pública no suele financiar de forma directa los proyectos de los emprendedores, sin embargo interviene en la promoción de sectores que de acuerdo a su política de estado son importantes para el desarrollo de la economía nacional. Para ello, recurre a diferentes ayudas o subvenciones que facilitan la financiación del negocio, las cuales en su mayoría están destinadas a proyectos tecnológicos y de innovación dirigidos hacia la internacionalización o un sector determinados (economías verdes, Pyme, entre otros)

¹ Startup es una unidad de negocios de nueva creación, que comercializa productos y/o servicios a través del uso intensivo de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC's), caracterizado por presentar un crecimiento rápido y sostenido a través del tiempo. Fernández (2019)

<p><i>Bootstrapping</i></p>	<p>Consiste en la financiación de proyectos con recursos provenientes de los ahorros propios de sus fundadores y de ingresos originados por la facturación, es decir no se contrata deuda externa. La financiación a través de recursos propios se puso en vigor tras la crisis del 2008.</p>
<p><i>Crowdfunding</i></p>	<p>Es una fuente de financiación colectiva y colaborativa, que consiste en poner en contacto a los emprendedores con diferentes inversores que deseen colocar sus recursos en ese proyecto. Es de hacer notar que, esa comunicación se realiza online mediante el uso de distintas plataformas que muestran las especificaciones del proyecto, sus necesidades de recursos y muestran el retorno de la inversión de forma atractiva, para que los posibles inversores puedan familiarizarse con su contenido y tomen decisiones sus decisiones.</p>
<p><i>Bartering (intercambio de servicios)</i></p>	<p>Consiste en concertar acuerdos comerciales con otras organizaciones, con el fin de obtener un lucro sin intercambio monetario. A pesar de no ser una fuente de financiación directa, contribuye con la reducción de costes y el ahorro obtenido puede ser utilizado para financiar internamente a la entidad para cubrir otras necesidades. No obstante, tiene riesgo porque una de las partes puede llegar a incumplir con lo acordado. Hay dos clases de batering:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Directo: se realiza entre las partes involucradas. - Indirecto: se utiliza un intermediario que también desee obtener beneficio a partir del acuerdo.
<p><i>Presentación del proyecto a un concurso.</i></p>	<p>Mediante la competición ‘fintech, se acuerdan citas, concurso, exposiciones o eventos que le permiten a los emprendedores mostrar sus proyectos y sus necesidades de financiación. Aunque esta no es una modalidad de financiamiento, la misma proporciona que la entidad pueda tener contacto con inversores o prestamistas que se animen por el desarrollo del proyecto.</p>

<p><i>Pedir prestado a familia y amigos (family, Friends and fools)</i></p>	<p>Pese a que en la actualidad no es la forma más utilizada, suele ser una opción que no necesita tanto tecnicismo, ni la presentación de garantías y los fondos se obtienen de forma más inmediata. Aunque tiene desventajas y es que, si el proyecto no funciona, la imagen y las relaciones del emprendedor con su familia y amigos pueden verse afectadas.</p>
--	--

Fuente: Elaboración propia basada en Durán Graván

En el caso de la financiación proveniente de fuentes externas, conocidas bajo el nombre de pasivos, se encuentran deudas a corto plazo y deudas a largo plazo, mientras que las fuentes internas son a largo plazo. En este sentido Brito (2012), define a los pasivos como obligaciones adquiridas por la empresa con terceras personas que se originaron por eventos pasados y deberán ser canceladas en el tiempo previsto para cada una de ellas o dicho de otra forma, indican los derechos que tienen terceros frente a la empresa.

Por otra parte, Vázquez, s.f., señala que las fuentes externas son fondos que no provienen de los recursos de la empresa y se identifican dentro de las cuentas del pasivo. Cabe mencionar que los mismos son necesarios para complementar los fondos requeridos por la entidad, para honrar sus compromisos y dar continuidad a su ciclo de operaciones. Como ejemplo de ello podemos destacar préstamos bancarios, emisiones de bonos u obligaciones en operaciones de mercado abierto.

Para garantizar el correcto uso de esta fuente de negocios es necesario que la empresa cuente con una adecuada planificación financiera, que la misma sea adaptativa a las condiciones del mercado y de la estructura o actividades de la empresa.

Con respecto, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad IASCF (2006), señala que dentro del Balance de Situación se suelen identificar los pasivos de la empresa, los cuales se encuentran clasificados en pasivos corrientes y no corrientes.

Pasivos corrientes: son aquellas obligaciones con terceros que reúnan las siguientes características:

- ✓ Se espera liquidar en el ciclo normal de operaciones.
- ✓ Se mantengan para negociaciones.
- ✓ Deba liquidarse dentro del período de 12 meses.
- ✓ La entidad no tenga un derecho incondicional para aplazar su pago dentro de 12 meses.

En los pasivos corrientes se suelen ubicar las siguientes obligaciones: porción corriente de la deuda a largo plazo, los préstamos con entidades bancarias con vencimientos inferiores a un año, deuda con proveedores, impuestos a pagar, gastos acumulados por pagar entre otros. En cuanto a los pasivos no corrientes, los mismos son compromisos

adquiridos con terceros que no reúnen las características para ser catalogadas como pasivos corrientes. En este apartado se ubican la deuda de la empresa con terceros a largo plazo.

En ese sentido, Navarro (2010) señala que por lo general, la financiación a corto plazo es aquella que debe ser pagada en menos de un año, mientras la de largo plazo debe ser cancelada en más de un año. De acuerdo con lo precitado, dentro de las obligaciones más comunes dentro de las organizaciones se encuentran:

Obligaciones a corto plazo:

- ***Proveedores:*** es normal que la empresa adquiera mercancía para la producción y no los cancele de forma inmediata, si no que pague la factura a 30, 60 o 90 días.
- ***Anticipos recibidos de clientes:*** son cantidades de dinero que los clientes anticipan a la entidad para la materialización futura de la venta de mercancías o prestación de servicios.
- ***Préstamos a corto plazo:*** se refieren a aquellos préstamos realizados a través de instituciones financieras y no financieras, cuyo vencimiento es máximo a 12 meses o la porción corriente de los préstamos a largo plazo. Un ejemplo de este caso es el préstamo bancario.
- ***Contratos de leasing o arrendamiento:*** es un contrato mediante el cual la entidad adquiere un activo, pudiendo ejercer o no la compra del mismo.
- ***Obligaciones con las administraciones públicas:*** los derivados de la tributación y obligaciones contraídas en el corto plazo con las autoridades del gobierno.

Obligaciones a largo plazo:

- ***Préstamos a largo plazo:*** se trata de créditos exigibles a más de un año, que incluyen las hipotecas sobre bienes muebles e inmuebles.

Bonos corporativos. Las grandes empresas para financiar sus operaciones suelen emitir bonos a tasas de interés que resultan atractivas para los inversores y que también son menos costosas que otras alternativas tradicionales de financiación. Es común que los bonos sean negociados en los mercados bursátiles.

Bonos convertibles. Son bonos que pueden llegarse a convertir en acciones de la empresa, por lo que por esta vía un tercero puede llegar a ser accionista de la misma. Para este caso, la fuente de financiación inicia siendo externa y luego se convierte en interna, toda vez que se transforme en acciones o participaciones dentro de la sociedad.

Cuentas de patrimonio (Fuentes internas de financiación)

De acuerdo con Westreicher, la autofinanciación o financiación interna es la que proviene de los recursos generados por la empresa y los utiliza para financiar sus inversiones, lo que quiere decir, que prescinde de los fondos externos, es decir que no solicita créditos

bancarios, ni aportes extras de los accionistas. En este sentido, existen dos clases de autofinanciación a saber:

- **De mantenimiento.** Son los que se generan por la capacidad operativa de la empresa. Ejemplo: los ingresos de las ventas. Las amortizaciones, provisiones y depreciaciones registradas por los equipos, toda vez que el activo ya no tenga valor en los registros contables, dichas estimaciones, se podrán utilizar para reponer dichos activos.

- **De enriquecimiento.** Se obtienen por las ganancias no repartidas a los accionistas en forma de dividendos. En el Balance General se pueden distinguir estos fondos en la cuenta de capital denominada Utilidades Retenidas.

Cabe mencionar que Westreicher, señala la autofinanciación tiene sus ventajas y desventajas. En cuanto a las ventajas, se pueden mencionar que se mejora la solvencia de la empresa, ya que puede contar con más fondos propios, aspecto que le abre las puertas para que los acreedores puedan otorgarle financiación y por no generar intereses se reduce los costes financieros. En cuanto a las desventajas, cuando no hay reparto de dividendos, las acciones pierden su atractivo; por no haber gastos por intereses, el margen de utilidad aumenta y con ello los impuestos a pagar también; entre otras.

Por su parte, Navarro (2010), señala que el capital es una fuente de financiación de carácter indefinido que tiende a ser a largo plazo, ya que los accionistas o dueños de la entidad no pretenden exigir la devolución de su inversión, sino que se le retribuya a través de las ganancias. No obstante, en los casos de liquidación de la sociedad, el capital ha de ser repartido de forma proporcional entre sus accionistas, previo descuento de las demás obligaciones (pasivos). Lo antes indicado no significa que los accionistas de las empresas se mantengan inalterados en el tiempo, ya que si la empresa cotiza en bolsa o no, los mismos pueden negociar sus acciones en función a la normativa aplicable para tal fin. Cabe mencionar que, dentro del patrimonio se incluyen las cuentas de capital social, las reservas de capital, las subvenciones, los resultados acumulados y del ejercicio.

- **Capital social.** Se encuentra conformado por acciones o cuotas de participación. A continuación, se precisan dos conceptos de capital social: En términos generales, se puede decir que es el “fruto de las relaciones sociales, y consiste en la expectativa de beneficios derivados del trato preferencial y la cooperación entre individuos y grupos”. (BBVA, 2007)

Por su parte, en el Diccionario Jurídico Espasa, el Capital Social en las sociedades anónimas, “ha de estar determinado en la escritura social de un modo exacto y expresado en euros. Esta precisa cifra se corresponde con la suma del valor nominal de todas las acciones emitidas en que se divide íntegramente el capital. Este capital escriturado coincide necesariamente con el capital suscrito, pues en el momento del otorgamiento de la escritura fundacional han de estar suscritas todas las acciones que se corresponden con el capital que se escritura. Esta identidad impide la existencia del capital o las acciones en cartera. No hay más que un concepto de capital o, en otros términos, el capital es único. El capital autorizado no contradice este principio de unidad, pues dicha terminología no responde al verdadero concepto del capital social, sino que alude a una autorización conferida en los estatutos sociales a los administradores de la sociedad para que dentro de los límites que fija el art 153 LSA puedan acordar la ampliación del capital. Pero mientras ésta no se produce, el capital autorizado no figura como capital ni esté representado por acciones”. (Rodríguez, España, enciclopedia jurídica on-line).

Dependiendo de la clase de sociedad y de sus estatutos de creación, las acciones pueden ser:

- **Acciones corrientes o comunes.** Son aquellas que dan derecho a percibir dividendos y tener derecho a votar en las reuniones de accionistas.

- **Acciones preferentes o preferidas.** Son aquellas que gozan de privilegios sobre las corrientes para recibir los dividendos de la entidad.

- **Acciones convertibles.** Se refieren a que los accionistas tienen la opción de recuperar su valor en un plazo previamente acordado.

- **Acciones sin derecho a voto.** Tal como lo indica su nombre, no gozan del derecho a tomar decisiones dentro de la empresa, eso incluye la elección de la dirección, recibiendo a cambio un mayor dividendo por parte de la entidad.

- **Subvenciones.** Es una especie de capital que es aportado por las administraciones públicas para financiar a las entidades que se encuentren enmarcada dentro de esas políticas de estado. Conforman al patrimonio neto cuando forma parte de más ejercicios económicos y no son reembolsables.

- **Reservas.** Son apartados que se realizan del resultado obtenido en el ejercicio que no van a ser reinvertidos. Esas reservas se crean dependiendo de la legislación interna y externa aplicable a la empresa, al menos existen dos: legal y estatutaria, pudiendo crearse más con otros nombres que atiendan su objetivo normalmente se trata de los beneficios obtenidos anteriormente que se guardan para ser reinvertidos. No son reembolsables y se utilizan al momento que surja alguna contingencia que obligue a utilizarlas.

- **Resultados acumulados.** Son utilidades o pérdidas obtenidas durante los períodos económicos. Desde el punto de vista contable, se suelen mostrar los resultados del ejercicio que se reporta, lo cual debe coincidir con las cifras mostradas en el Estado de Resultado. Las mismas pueden ser utilizadas para ser reinvertidas o para el pago de dividendos de los accionistas.

3. PROJECT FINANCE

3.1. ¿Qué es el Project Finance?

El Project Finance (PF) es una manera distinta de enfocar la financiación de un proyecto, materializada en un activo fijo, por lo que se excluyen los proyectos comerciales.

Si nos preguntamos el por qué utilizamos la terminología en inglés la respuesta en este caso es muy simple, la traducción directa al castellano, “Financiación de Proyectos” no explica su significado. Project finance no es financiación de proyectos.

Project Finance es “una herramienta o modalidad de financiación para un proyecto basada única y exclusivamente en los recursos generados por el propio proyecto, de manera que sus flujos de caja y el valor de sus activos puedan responder por sí solos como garantía de reembolso de la financiación recibida, aun en los peores casos predecibles técnica o económicamente que pudieran ocurrir durante la vida del proyecto.” (Gómez Cáceres y Jurado Madico, 2001, p.18)

Genéricamente existen dos maneras de financiar un proyecto:

- Recursos propios.
- Financiación bancaria.

La financiación bancaria puede ser de tipo corporativo o a través del Project Finance.

La financiación tradicional es de tipo corporativo. En ella, la fuente de repago para los inversores y prestamistas es la empresa prestataria, soportada por todo su balance en vez de por un proyecto en concreto. En este caso, si el proyecto falla los prestamistas no tienen que preocuparse. Sin embargo, en PF, si el proyecto fracasa, las pérdidas de los inversores y prestamistas serán cien por cien notables.

Project Finance supone la utilización de una “Sociedad Vehículo del Proyecto” (SVP). Esta sociedad está dotada de capital y su objetivo es conseguir financiación.

¿Cómo funciona? Muy fácil. En el activo de esta sociedad se encuentra una pequeña parte de la financiación propia, de recursos propios; y vamos a encontrar también una parte de recursos ajenos, financiación bancaria, es ahí donde se encuentra el Project Finance.

Pongamos un ejemplo. Si una empresa como Iberdrola desea construir un parque eólico, podrá optar por uno de los dos sistemas de financiación:

1. Si lo financia por la vía corporativa tradicional, tendrá que utilizar su tesorería, incorporando directamente el parque en su balance.
2. En cambio, si lo financia por PF, creará como hemos mencionado anteriormente la llamada “sociedad vehículo” y la dotará con un 20% de recursos propios aproximadamente. El 80% restante será de la financiación obtenida por PF.

Según de los Heros y Marín Villarán (2017) existen ciertas características que diferencian el PF de otras formas de financiación corporativa o tradicional que se detallan a continuación en la Tabla 2:

Tabla N°2:

Diferencias entre PF y financiamiento tradicional

<i>Financiamiento Tradicional</i>	<i>Project Finance</i>
<p>(i) El proyecto se registra en el balance de la empresa y el repago de la financiación se mantiene con la solidez de los estados financieros de la empresa.</p> <p>(ii) Si el proyecto fracasa existe un recurso sobre el patrimonio del sponsor.</p> <p>(iii) El repago de la deuda se realiza con actividades u operaciones del sponsor adicionales a los flujos del proyecto.</p> <p>(iv) El apalancamiento es moderado.</p> <p>(v) El riesgo y estructura son menor y más simple respectivamente por lo que los gastos financieros son menores.</p> <p>(vi) El repago de la deuda puede hacerse a corto, medio o largo plazo.</p>	<p>(i) El proyecto está fuera del balance de los sponsors.</p> <p>(ii) Los flujos del proyecto son los únicos que generan el repago de la deuda.</p> <p>(iii) Si el proyecto fracasa el recurso que existe es inexistente o limitado para el sponsor.</p> <p>(iv) El apalancamiento es elevado.</p> <p>(v) Requiere un concurso de sponsors debido a la cantidad de profesionales que son necesarios para desarrollar el proyecto para atenuar los riesgos.</p> <p>(vi) La deuda es alta y su repago se realiza a largo plazo.</p>

Fuente: elaboración propia basada en de los Heros y Marín Villarán (2017)

3.2. Antecedentes históricos

Los antecedentes del Project Finance nos trasladan hasta la antigua Grecia. Allí, las personas ricas financiaban sus expediciones navales a través de una persona que dispusiera de un buque y estuviera dispuesta a trasladarse lejos de Grecia para traer las mercancías. El dueño de dicho buque recibía una cantidad de dinero para realizar la expedición, a cambio, se comprometía con el financiador a compartir con él gran parte de los beneficios obtenidos de ella.

Relacionamos esto con el PF porque si el buque no regresaba el financiador perdía todo su dinero. Es un claro antecedente del PF porque requiere una serie de condiciones que encontramos actualmente en este tipo de financiación.

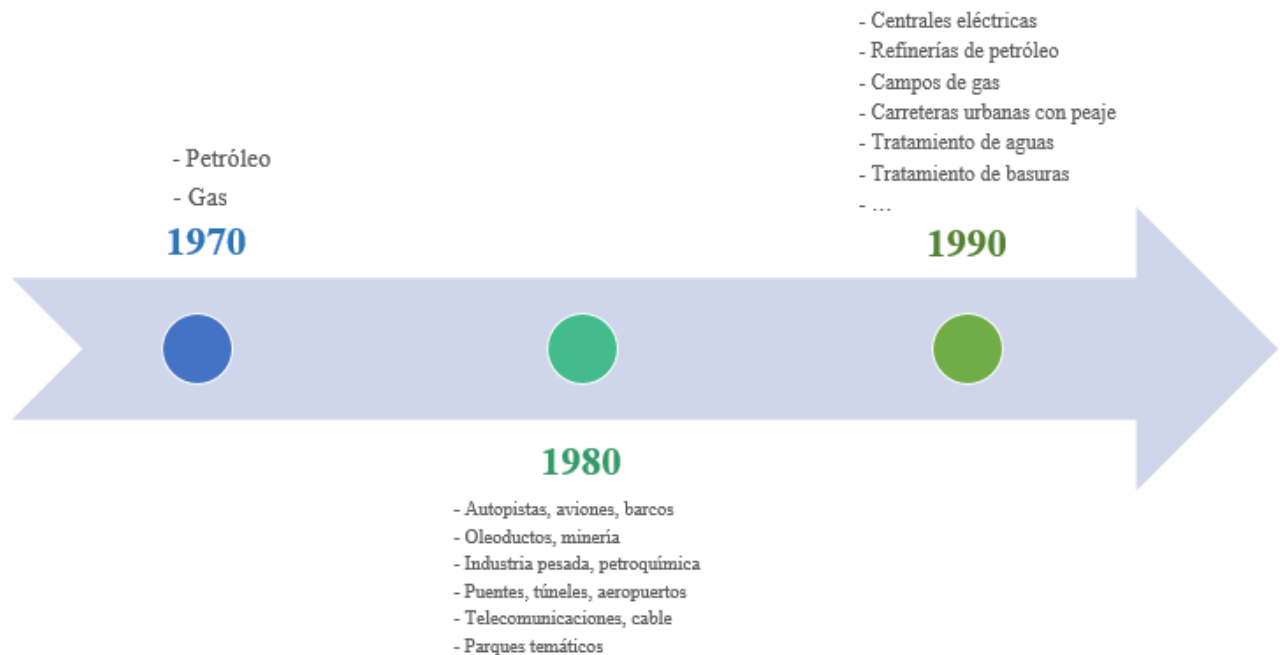
Sin embargo, no es hasta los años 70 cuando se utiliza el término de Project Finance tal y como lo conocemos hoy en día. Es en 1973 debido a la crisis del petróleo lo que impulsa a financiar proyectos de actividades petroleras de esta manera.

A principios de los 80 y gracias a la expansión de la minería, la aplicación del PF se expandió a la construcción de infraestructuras como autopistas, oleoductos, puentes, aeropuertos, etcétera.

En los años 90 se afianza el uso de PF en plantas eléctricas, carreteras con peaje, tratamiento de aguas y basuras, entre otros.

Ilustración N° 1:

Evolución del Project Finance



Fuente: Elaboración propia basada en Gómez Cáceres y Jurado Madico (2001)

3.2.1. Evolución del Project Finance a nivel mundial

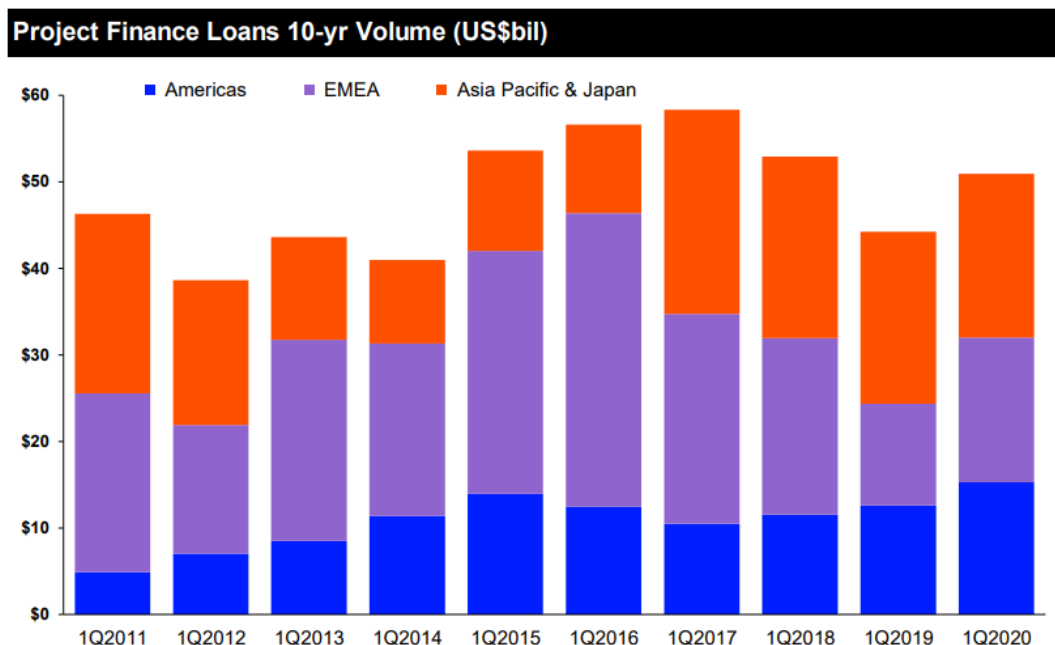
En el siguiente gráfico N° 2 vamos a observar la evolución del Project Finance a nivel mundial durante los últimos 10 años.

Como podemos observar el año 2017 es el año que mayor valor representa en cuanto a cantidad monetaria, produciéndose un notable descenso a partir de dicho año, llegando a ser 2019 uno de los períodos de menos inversión monetaria en PF; es en 2020 cuando la cifra vuelve a aumentar.

Si analizamos el gráfico según el ámbito geográfico podemos apreciar que por lo general ha permanecido constante, aunque se aprecia un ligero aumento a lo largo de los años en Asia Pacífico y Japón y América. Lo contrario ocurre en Europa, Oriente Medio y África, donde observamos que desde el año 2011 hasta 2016 los PF han ido aumentando mientras que a partir de 2016 comenzaron a disminuir, produciéndose un pequeño repunte en el año actual.

Ilustración N° 2 :

Evolución Project Finance por área geográfica



Fuente: Global Project Finance Review (2020)

3.2.2. Comparativa geográfica a nivel mundial (2020)

Si nos centramos en el período actual y como apreciamos en la tabla N° 3, los préstamos globales para el financiamiento de proyectos durante el primer trimestre de 2020 totalizaron US\$50,9 mil millones a través de 162 acuerdos, un 15% más que durante el primer trimestre de 2019.

Los préstamos en el sector eléctrico ascendieron a US\$33,2 mil millones con 109 transacciones, un 56% más que en el periodo anterior.

Pese a la disminución del 5% desde el primer trimestre del 2019 en Asia Pacífica y Japón, siguen siendo la región más activa durante 2020, registrando un total de US\$18,9 mil millones con un total de 53 acuerdos cerrados.

Los préstamos de financiamiento de PF de América durante el primer trimestre de 2020 alcanzaron los US\$15,3 mil millones, con 52 acuerdos, hasta un 21% más que hace un año.

En EMEA los préstamos totalizaron US\$16,7 mil millones con 57 transacciones durante el primer trimestre de 2020, con un aumento del 43% respecto al año anterior. El sector que lidera el mercado en EMEA es el eléctrico, con un aumento del 100%.

La actividad de Project Finance de Asia Pacífica y Japón lideró la actividad global en el primer trimestre de 2020, impulsada por el sector eléctrico con US\$12,2 mil millones a través de 28 acuerdos, hasta un 35% más que en 2019. (Global Project Finance Review, 2020).

Tabla N° 3:

Comparativa geográfica a nivel mundial del Project Finance

Global Scorecard: Global Project Finance Loans					
Region	1/1/2020 - 3/31/2020		1/1/2019 - 3/31/2019		YoY % Chg.
	Proceeds (US\$mil)	No. Issues	Proceeds (US\$mil)	No. Issues	
Global	50,919.2	162	44,235.8	177	15% ▲
Americas	15,288.4	52	12,595.1	65	21% ▲
Central America	707.8	4	1,590.6	9	-56% ▼
South America	1,750.8	10	3,764.9	27	-53% ▼
North America	12,814.8	37	7,135.6	27	80% ▲
Caribbean	15.0	1	104.0	2	-86% ▼
EMEA	16,740.8	57	11,735.1	68	43% ▲
Africa/Middle East/Central Asia	4,229.4	12	1,218.3	3	247% ▲
Middle East	3,190.0	7	1,218.3	3	162% ▲
Africa	1,039.4	5	-	-	- -
Sub-Saharan Africa	1,039.4	5	-	-	- -
Europe	12,511.4	45	10,516.8	65	19% ▲
Eastern Europe	704.5	6	630.1	7	12% ▲
Western Europe	11,806.9	39	9,886.7	58	19% ▲
Asia Pacific & Japan	18,890.1	53	19,905.7	44	-5% ▼
Australasia	3,295.6	15	5,652.8	14	-42% ▼
Southeast Asia	2,154.7	7	1,786.0	8	21% ▲
North Asia	3,157.4	3	1,396.7	2	126% ▲
South Asia	4,952.9	19	6,565.4	6	-25% ▼
Japan	5,329.5	9	4,504.8	14	18% ▲

Fuente: Global Project Finance Review (2020)

3.2.3. Project Finance en España

El PF no se ha empezado a utilizar en España hasta los últimos años con proyectos de infraestructuras, medio ambiente y energía.

La central eléctrica de gasificación de carbón en ciclo combinado de 335 Mwatts por Elcogas de Puertollano, Aguas de Vigo, Congeneracion de General Motors de Zaragoza, etc...es considerada como una de las primeras operaciones realizadas por PF en nuestro país.

En el ámbito de la exportación española, el PF no empieza a utilizarse hasta los años 90, construyendo carreteras y aeropuertos entre otras infraestructuras. (Gómez Cáceres y Jurado Madico, 2001).

Actualmente, y cómo podemos observar en la Tabla N° 4, el primer cuatrimestre de 2020 los Project Finance han aumentado un 13% en comparación al año anterior, situándose en el tercer país de la Europa Occidental en cuanto a inversiones en PF se refiere. Se han llevado a cabo 11 proyectos con un valor de más de 2 mil millones de dólares.

Tabla N° 4:

Project Finance en EMEA

Scorecard: EMEA Project Finance Loans					
	1/1/2020 - 3/31/2020		1/1/2019 - 3/31/2019		
	Proceeds (US\$mil)	No. Issues	Proceeds (US\$mil)	No. Issues	YoY % Chg.
EMEA	16,740.8	57	11,735.1	68	43% ▲
Western Europe	11,806.9	39	9,886.7	58	19% ▲
France	3,220.8	9	242.7	5	1227% ▲
Germany	2,894.2	7	183.4	2	1478% ▲
Spain	2,109.4	11	1,858.6	13	13% ▲
United Kingdom	1,738.7	5	3,670.7	12	-53% ▼
Sweden	609.6	2	37.8	1	1513% ▲
Finland	589.4	1	165.4	2	256% ▲
Netherlands	437.3	2	296.1	4	48% ▲
Belgium	145.7	1	758.6	2	-81% ▼
Republic of Ireland	61.9	1	214.7	2	-71% ▼
Africa/Middle East/Central Asia	4,229.4	12	1,218.3	3	247% ▲
Qatar	1,699.0	5	-	-	- -
Saudi Arabia	800.0	1	-	-	- -
Kuwait	691.0	1	-	-	- -
Ivory Coast	632.0	2	-	-	- -
Rwanda	214.0	1	-	-	- -
Kenya	126.4	1	-	-	- -
Malawi	67.0	1	-	-	- -
Eastern Europe	704.5	6	630.1	7	12% ▲
Turkey	299.1	3	-	-	- -
Romania	216.6	1	-	-	- -
Serbia	126.6	1	-	-	- -
Czech Republic	62.2	1	-	-	- -

Fuente: Global Project Finance Review (2020)

En este apartado cabe destacar el acuerdo firmado en 2018 por BBVA con Renovalia para el primer “Green Project Finance” de energía renovable en España. El banco español fue el “green loan coordinator” de dicha operación aportando 74 millones de euros para financiar el Proyecto Viento, dos parques eólicos en Lleida y Barcelona que contarán con un total de 70 MW de potencia.

Renovalia es una de las compañías de referencia en el sector de la electricidad con una cartera de proyectos de más de 830 MW, convirtiéndose en una de las productoras de energía más limpias.

En referencia a BBVA, es un banco referente en cuanto a financiación sostenible y que posee la capacidad de proporcionar a sus clientes tanto bonos como préstamos sostenibles.

En 2017, el banco ha sido considerado la entidad más activa en préstamos verdes a nivel global, con un total de 12 operaciones entre Europa y América. (BBVA, 2020)

3.3. Características esenciales del Project Finance

Las características del Project Finance son muy específicas y peculiares. Se tienen que dar todas ellas para que se pueda llevar a cabo. Haciendo una síntesis de las características expuestas por los autores Casanovas (2016) y Gómez Cáceres y Jurado Madico (2001), podemos destacar las siguientes:

- ✓ El proyecto tiene que ser concreto y definido. Además, ha de ser viable y rentable por sí solo.
- ✓ Los cash-flows (flujos de caja) deben ser estables y predecibles. Suficientes para devolver la deuda y remunerar a los accionistas, tanto en la moneda local como en las divisas con que se financia. A su vez, durante los primeros años suelen ser negativos.
- ✓ Financiación a largo plazo. El proyecto debe tener una definición coherente que permita predecir razonablemente el periodo en que se irán analizando los flujos de caja, estables en el tiempo.
- ✓ Ha de tener viabilidad tecnológica, jurídica, política y medioambiental. Todos estos factores deben cumplirse para que se pueda financiar un proyecto por PF.
- ✓ Siempre se lleva a cabo a través de una Sociedad Vehículo del Proyecto (SVP), en España adopta la forma jurídica de Sociedad Anónima. Es una sociedad concreta e independiente, creada para la gestión del proyecto, responsable de contratar su ejecución, obtener financiación, pagar las deudas y remunerar los accionistas.
- ✓ Requiere una gran inversión inicial, con fondos propios escasos. Como hemos mencionado anteriormente, sólo aproximadamente un 20% de la financiación corresponde a fondos propios.
- ✓ Por último, hay que tener en cuenta que el Project Finance tiene un elevado grado de apalancamiento. Con poco dinero y pocos recursos propios se afronta un proyecto de gran inversión.

Estas son las características comunes a todos los casos, pero cada proyecto dependiendo del sector, añade aptitudes específicas.

3.4. Estructura de los proyectos

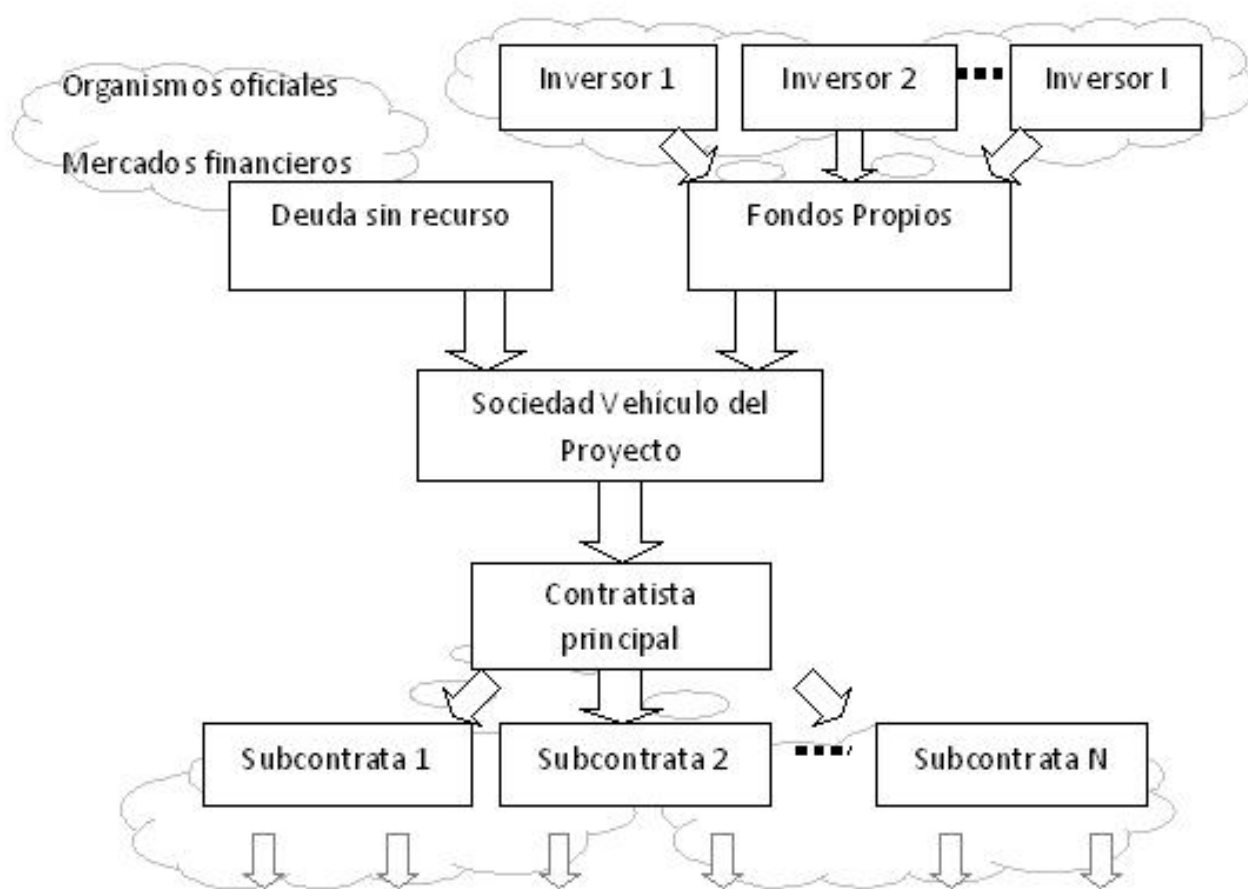
Un proyecto que necesite ser financiado mediante un "Project Finance", se puede dividir en tres etapas claramente diferenciadas:

- ✓ **Fase previa.** La motivación por la que surge un proyecto es muy diversa. Durante esta etapa, se estudia la posibilidad de realizar el proyecto empleando diversas técnicas y cubriendo distintas etapas. Una vez decidido se planifica en detalle el mismo. La planificación del proyecto incluye, entre otros aspectos, la búsqueda de las mejores soluciones técnicas, la búsqueda de los inversores y métodos de financiación, así como la anticipación de los posibles contratiempos que puedan ocurrir. En el caso muy probable y común de que tras el estudio de viabilidad se optase por no realizar el proyecto, el desembolso incurrido durante esta etapa se habría hecho a fondo perdido. (Garvía Vega, 2011)
- ✓ **Fase de construcción.** Durante la fase de construcción se continúa incurriendo en flujos de caja negativos, existen mayores riesgos e intervienen un mayor número de agentes. Es la etapa que tiene una estructura más compleja. La construcción de la instalación "llave en mano" se adjudica a un único contratista. Este contratista principal realizará parte de los trabajos, subcontratando a su vez otra gran parte de los mismos a terceras subcontratas. La estructura se repite creando una red de subcontratas y englobando la totalidad de los trabajos. La financiación de la estructura es igualmente complicada pudiendo existir de manera análoga a la estructura de subcontrataciones una red de sindicaciones entre los distintos agentes financieros. (Garvía Vega, 2011)

- ✓ **Fase de operación.** En esta fase se obtienen los flujos de caja positivos que justifican los costes incurridos en las etapas anteriores, e incluyen el beneficio de los inversores. Existen costes de operación y mantenimiento durante el periodo. Al final del mismo se incurre en los costes de desmantelamiento de las instalaciones, que significarán unos últimos flujos de caja negativos que hay que considerar en todo momento. (Garvía Vega, 2011)

Ilustración N° 3:

Fases del Project Finance



Fuente: www.legaltoday.com

3.5. Partes que intervienen en el Project Finance

Todos los proyectos parten del interés inicial de quien desea realizarlos. A continuación, vamos a presentar los diferentes participantes internos y externos que participan en el proceso según Casanovas (2016) y Gómez Cáceres y Jurado Madico (2001):

a) *Sponsors y accionistas del proyecto.*

Son las personas físicas o jurídicas que soportan el proyecto desde el principio. Puede ser una firma o un grupo. Generalmente es un consorcio de las partes interesadas como

suministradores, compradores, constructores, proveedores o clientes entre otros.

Constituyen la SVP unto con los inversores accionistas y aportan el capital (fondos propios). Desde un mínimo el cual es un 5% hasta un máximo del 50%.

✓ **Socios industriales y tecnológicos.**

Son firmas conocedoras y operadoras del sector donde se desarrolla el proyecto. Suelen operar con proyectos similares aunque no utilicen PF. No hablamos solo de beneficio económico, ya que aporta experiencia para otros proyectos tanto para el socio como para la Sociedad Vehículo del proyecto.

Un ejemplo de socios industriales y tecnológicos es la empresa española Dragados. Representa una participación habitual en los PF de infraestructuras en Latinoamérica hasta el nivel de crear su propia filial “valora” que únicamente se dedica a la participación en SVPs.

✓ **Socios financieros.**

Aunque puede parecer que la mayoría de los bancos están dispuestos a actuar como prestamistas en un PF viable, muy pocos lo estarán a participar como accionistas en la SVP del proyecto.

La mayoría de los organismos multilaterales poseen algún organismo dispuesto a ser accionista en el desarrollo de un país y un determinado sector. Un ejemplo es el Banco Mundial. Esto produce a través de la Corporación Financiera Internacional (CFI) prestando fondos y participando minoritariamente en el capital de la SVP.

✓ **Proveedores y suministradores.**

Participarán en la SVP por el interés de vender sus productos para la realización y explotación del proyecto. A pesar de no ser necesario su presencia en la SVP, participarán en una mayor o menor medida para disponer del control necesario.

✓ **Administraciones públicas.**

Cuando el objeto del PF sea un servicio público como puede ser la construcción de autopistas u hospitales, al Estado le interesará participar como accionista del proyecto con un porcentaje significativo asegurando la calidad del bien o servicio que suministran al proyecto.

✓ **Los clientes.**

Los consumidores del bien o servicio producido en la SVP tienen un interés claro en ser accionistas y controlar precios para conseguir los cash-flows previstos.

b) La Sociedad Vehículo del Proyecto (SVP)

Los accionistas del proyecto se agruparán en una nueva firma independiente que ejecutará y explotará el proyecto, la conocida como “Sociedad Vehículo”, ésta buscará la financiación necesaria. En el activo de esta sociedad vamos a encontrar simplemente los activos del proyecto. En el pasivo encontraremos una pequeña parte de financiación propia, de recursos propios y también una parte de recursos ajenos (financiación bancaria → Project Finance).

Es ésta sociedad la que recibe los ingresos y flujos de caja que genere el negocio, eximiendo de cualquier responsabilidad a los accionistas. En España, las formas más habituales que adopta la SVP son las de Sociedad Anónima (S.A.) y Sociedad Limitada (S.L.).

La SVP ha de elegir a los mejores socios, los que aporten algo relevante. Así pues, los socios que inviertan en un PF puro sólo ponen en riesgo los fondos propios invertidos como accionistas, separándolo del riesgo que puedan adquirir sus empresas.

Ilustración N° 4:

Elementos SVP



Fuente: Elaboración propia basada en Casanovas (2016).

c) Los consultores y asesores

Su misión en el proyecto es analizarlo de una manera independiente a los accionistas. Hay diferentes tipos de asesores:

✓ Asesores legales:

Imprescindibles debido a la complejidad de los proyectos. Son expertos, mayormente internacionales, en temas legales en los países donde se desarrolle el proyecto y su función es asesorar a los participantes del mismo. Diseñan la estructura jurídica y contractual, y elaboran los contratos.

✓ Asesores técnicos:

Estudian la viabilidad del proyecto, y dan su opinión legal.

✓ Asesores de medio ambiente:

Según el grupo de asesores ACMS, los asesores de medio ambiente son profesionales que

tienen experiencia en la implantación de sistemas de gestión medioambiental en empresas y organizaciones de muy diversos sectores, tanto pública como privada.

Además, son exigidos por cualquier institución internacional. Deben estudiar los riesgos que suponen la implantación del proyecto para el medio ambiente.

✓ **Asesores de mercado:**

Expertos que conocen el sector sobre el que se desarrolla la SVP y estudian las diferentes posibilidades que tiene dicha sociedad en el mercado.

✓ **Asesores financieros:**

“Una de las laves del éxito del PF reside en incorporarlos al proceso lo anterior posible. Todos los bancos del mundo pueden ser asesores financieros, sean multilaterales como el Banco Mundial, públicos o Bancos privados”. (Gómez Cáceres y Jurado Madico, 2001, p.61)

“Es función del asesor financiero estudiar la gestión del proyecto que la SVP presenta, buscar fuentes de financiación aplicables en las mejores condiciones del mercado, coordinar los informes de los demás asesores, buscar entidades financieras interesadas en el PF identificar, explicar y proponer asignación de los riesgos financieros y económicos que se puedan correr en el proyecto, desarrollar un plan neutro...entre otras funciones”. (Gómez Cáceres y Jurado Madico, 2001, p.61)

d) Compañías aseguradoras

Se encargan de cubrir todos los riesgos que cubrirían a cualquier empresa con el añadido de que cubren alguno más por el hecho de tratarse de un PF. Se encargan de los documentos que deben ser firmados para poder desarrollar el proyecto, desde la fase de construcción hasta la de operación.

e) Las instituciones financieras

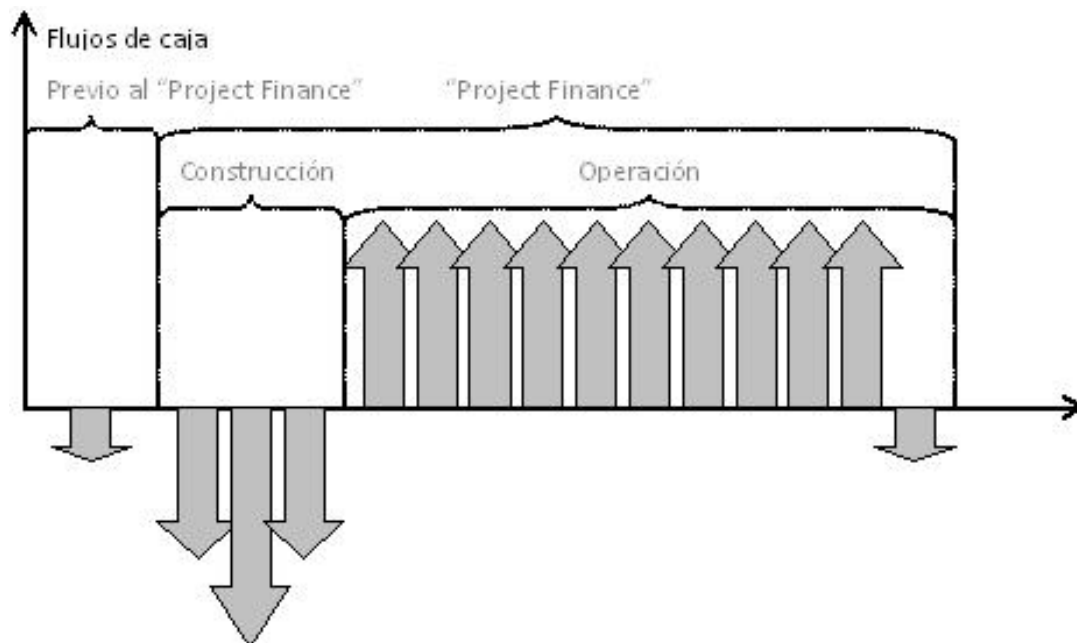
Una institución financiera no puede sobrellevar sola el peso que supone financiar un PF por lo que a ella se unen diferentes bancos o entidades que financian el proyecto con el requisito de que se cumplan los flujos de caja esperados.

Hoy en día son numerosos los bancos que optan por disponer de departamentos especializados en este tipo de inversiones.

En la siguiente ilustración N° 5 podemos apreciar cómo los flujos de caja pueden ser positivos o negativos dependiendo del momento en el que se encuentre el proyecto:

Ilustración N°5:

Imagen de los flujos de caja dependiendo del momento del proyecto



Fuente: www.legaltoday.com

3.6. Ventajas y desventajas de la utilización del Project Finance

3.6.1. Ventajas del Project Finance

Según Marín Villarán y de los Heros Echecopar (2017) el PF posee 4 ventajas principales.

➤ *Financiamiento sin recurso o con recurso limitado*

A la hora de financiar un PF, el financiamiento que asume el sponsor es sin recurso o con éste limitado, es decir, el riesgo que asumen los sponsors es limitado, sin comprometer su capacidad de endeudamiento y manteniendo su calidad de crédito tanto público como privado.

De la misma manera, al crearse una SVP, es esta sociedad la que mayor riesgo atiende al asumir el cargo de deudor bajo los financiamientos proporcionados por aquellos que financian el proyecto.

Asimismo, una ventaja del PF frente a la financiación corporativa es que permite a quien desarrolla el proyecto financiarse fuera del balance no viéndose afectada su capacidad de endeudamiento. Esto ayuda a los sponsors en el caso de que no se pague el financiamiento, ya que al no tener la condición de deudores no les repercute.

Además de esto, los promotores consiguen ventajas en cuanto a estructuras fiscales, ya que tendrán fuentes de financiamiento que no hubieran conseguido bajo planificación tradicional.

➤ ***El alto apalancamiento se traduce en mejor rentabilidad para los sponsors***

El alto grado de apalancamiento que, como hemos visto, es típico de los Project Finance, se traduce en una mayor rentabilidad financiera (ROE)² para los sponsors.

La rentabilidad financiera relaciona el beneficio económico que puede obtener una persona, con los recursos necesarios para obtener dicho beneficio. Se trata de un ratio (expresado como porcentaje) que mide el rendimiento que obtienen los accionistas de los fondos invertidos en una sociedad, con lo cual el ROE trata de medir la capacidad que tiene una empresa de remunerar a sus accionistas.

Desde un punto de vista financiero, tomar deuda (apalancarse) mejora la rentabilidad financiera para los accionistas, dado que la inversión realizada (esto es, los recursos que han sido utilizados) para obtener un determinado beneficio económico ha sido realizada no con capital propio de los accionistas (o en todo caso, no íntegramente por los accionistas), sino con fondos obtenidos de un tercero (los financistas). (Marín Villarán y de los Heros Echeopar, 2017, p.12)

➤ ***Las obligaciones se aplicarán solo respecto a la sociedad que realiza el proyecto***

Cuando se lleva a cabo un Project Finance sin recursos se evita la presencia de obligaciones para los sponsors. Sin embargo, si se da un PF con recurso limitado es probable que haya obligaciones que los sponsors deban cumplir según el contrato firmado.

➤ ***El riesgo es compartido***

En PF el riesgo de inversión es compartido por los promotores, accionistas, clientes y proveedores. Cuantos menos riesgos se asuman menor será el coste de financiación del proyecto.

3.6.2. *Desventajas del Project Finance*

Basándonos en las ideas de Marín Villarán y de los Heros Echeopar y de Gómez Cáceres y Jurado Madico podemos destacar los siguientes inconvenientes en el PF:

➤ ***El diseño de la operación es complejo***

La estructura de PF es por lo general complicada y requiere invertir gran parte de tiempo en su desarrollo. El diseño del proyecto es difícil debido a las numerosas cuestiones técnicas, los riesgos y participantes.

El tiempo que requiere la negociación de los documentos del financiamiento es elevado, suele ser superior a 6 meses, teniendo en cuenta que si se trata de una obra pública generalmente es superior ya que depende de las condiciones del mercado en cada momento.

²ROE: El ROE (*Return On Equity*, en inglés) es un **indicador de rentabilidad** que mide la relación entre el beneficio neto de una compañía y su cifra de fondos propios. Se trata, por tanto, de un ratio que determina el rendimiento de capital, es decir, mide la **rentabilidad obtenida por la empresa sobre sus recursos propios** y se calcula dividiendo el beneficio neto entre los recursos propios. Mercados & Gestión (2018)

➤ ***Requerimiento del concurso de especialistas***

Para poder llevar a cabo un PF con cierta seguridad de acierto es necesario contar con diferentes especialistas que conozcan diferentes aspectos del proyecto como asesores legales, técnicos, de medioambiente, bancos de inversión, especialistas en Project Finance, entre otros.

➤ ***Elevados costes de transacción***

A causa de la gran cantidad de partes que intervienen, el coste generado debido a la contratación de expertos es elevado frente a otras fuentes de financiación.

Los mayores costes de transacción se deben principalmente a:

- El tiempo invertido por abogados, asesores técnicos y banqueros en evaluar el proyecto y negociar contratos complejos.
- Una mayor cobertura de seguros que debe ser contratada para mitigar todos los riesgos.
- Los costos de administrar y monitorear el préstamo a lo largo del plazo.
- Cargos de los prestamistas por asumir riesgos adicionales. (Marín Villarán y de los Heros Echecopar, 2017).

3.7. Ámbito de aplicación

Durante las décadas de los años 70 y 80 el Project Finance solo se aplicaba a ámbitos en la que los riesgos tecnológicos fueran escasos y no se produjeran riesgos para el país y mercado. Posteriormente, se comenzó a aplicar a otros sectores aunque tuvieran riesgos, asumiéndolos con prudencia. (Casanovas, T., 2016, p.21)

Actualmente el PF se aplica sobre todo en los siguientes sectores:

• ***Energía***

- Generación y distribución de electricidad
- Producción y distribución de petróleo y gas
- Minería
- Industria pesada
- Energías renovables

• ***Infraestructuras***

- Transporte general
- Medios de transporte
- Plantas de tratamiento y distribución de aguas
- Plantas de reciclaje y tratamiento de residuos
-

• ***Comunicaciones***

- Telefonía móvil y fija
- Satélites y nuevas tecnologías con alta inversión
- Plantas de reciclaje y tratamiento de residuos

- **Otros sectores**

- Complejos hoteleros
- Parques de diversiones y temáticos
- Petroquímica
- Plantas de tratamiento, almacenamiento y distribución de gas
- Minería / siderurgia con materias primas internacionales
- Desalinizadoras (Gómez Cáceres y Jurado Madico , 2001, p. 29)

3.7.1. *Public Private Partnership*

En Project Finance debemos tener en cuenta los llamados Public Private Partnership (PPP), o en español, Asociaciones Público Privadas (APP).

Se trata de proyectos de titularidad pública o concesionales en los que interviene capital privado. Son utilizados en los países que no disponen de recursos para desarrollar determinadas infraestructuras pero que aun así necesitan.

Los PPP implican la colaboración entre una agencia gubernamental y una empresa del sector privado que se puede utilizar para financiar, construir y operar proyectos, como redes de transporte público, parques y centros de convenciones. Financiar un proyecto a través de una asociación público-privada puede permitir que un proyecto se complete antes o hacer que sea una posibilidad en primer lugar.

Según Casanovas (2016) los PPP se aplican mayoritariamente a través de dos vías:

1. **Concesione utilizadas por el público:** el Estado ofrece algún tipo de soporte o confort a los inversores con objeto de minimizar su riesgo. Este es el caso de las autopistas. Si nos centramos en España, la responsabilidad de la Administración (RPA) garantiza que, si una concesión se considera de utilizad pública y genera pérdidas recurrentes por causas no imputables al concesionario, el Estado se compromete a retomarla con una indemnización para el sponsor del proyecto. El importe que se debe pagar sería equivalente a la inversión inicial, menos las amortizaciones contables practicadas hasta aquel momento. Dada la situación actual de las Administraciones Públicas, se suele recurrir a una solución intermedia, como la extensión de la prórroga inicial y de la financiación concedida. (Casanovas, 2016, p.22)
2. **Proyectos sociales de infraestructuras:** el proyecto lo utilizan directamente algunas administraciones públicas (Estado, comunidades autónomas y ayuntamientos), que se responsabilizan de atender un flujo de pagos pactados previamente durante un determinado período de tiempo. Algunos de estos ámbitos de aplicación de esta modalidad son juzgados, cárceles, escuelas y hospitales. En estos proyectos, el *off-taker* o tomador de servicio – Administración Pública – suele condicionar el flujo de pagos a la disponibilidad del servicio en unas condiciones determinadas en el contrato de concesión. (Casanovas, 2016, p.22)

3.7.2. *Uso de Project Finance por sectores a nivel mundial*

A continuación se ha adjuntado un gráfico con la comparativa sectorial a nivel mundial del uso del PF, comparando el primer trimestre del año 2020 con el primer trimestre del año anterior:

Tabla N°5:

Uso del Project Finance por sectores a nivel mundial

Global Project Finance Loans By Sector					
Project Finance Sector	1/1/2020- 3/31/2020		1/1/2019 - 3/31/2019		YoY % Chg.
	Proceeds (US\$Mil)	No. Issues	Proceeds (US\$Mil)	No. Issues	
Power	33,157.7	109	21,203.1	109	56% ▲
Oil & Gas	4,821.3	13	10,190.0	14	-53% ▼
Petrochemicals	3,618.9	6	124.7	2	2802% ▲
Transportation	2,781.0	15	7,196.6	27	-61% ▼
Industry	2,223.8	4	771.0	4	188% ▲
Telecommunications	1,475.2	5	346.0	2	326% ▲
Leisure & Property	1,130.6	4	2,057.5	8	-45% ▼
Water & Sewerage	1,080.7	3	958.7	8	13% ▲
Mining	630.0	4	1,388.2	3	-55% ▼
Industry Total	50,919.2	162	44,235.8	177	15% ▲

Fuente: Global Project Finance Review, 2020

Viendo los datos de la tabla N°5 podemos observar que el uso de PF en la industrial total aumentó hasta 50 mil millones de dólares lo que supone un incremento del 15% con respecto al período anterior.

Si analizamos los datos más detalladamente observamos que el mayor incremento se produjo en el sector de la industria petroquímica, con un ascenso del 2802% en comparación a 2019.

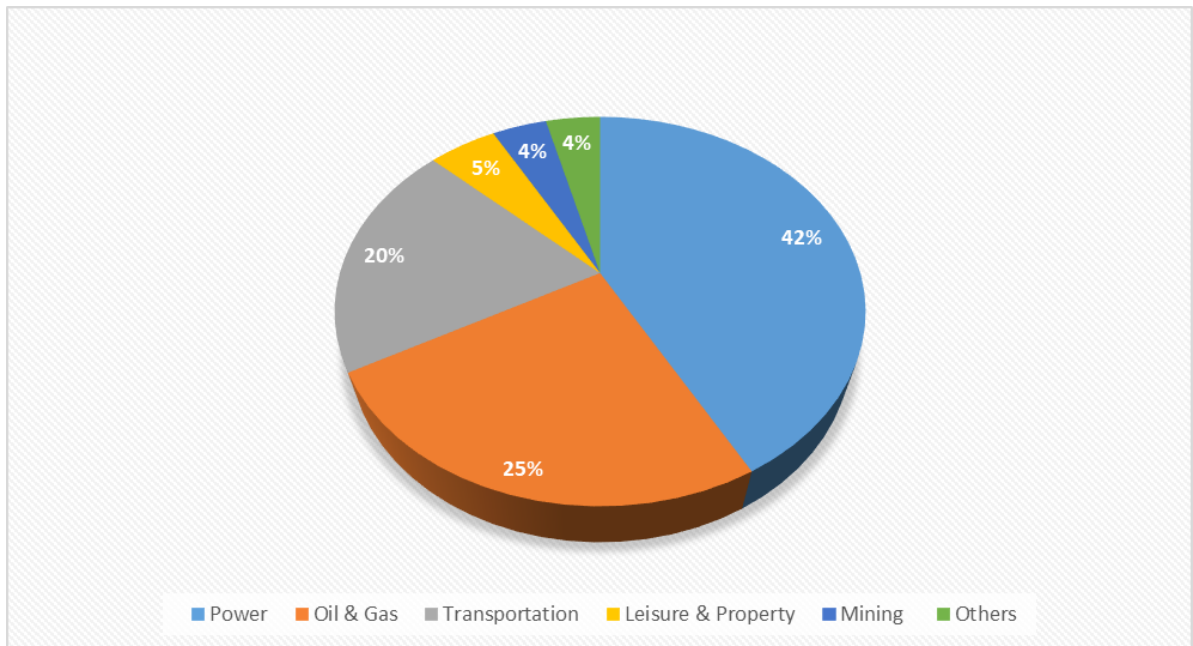
Sin embargo, el descenso más notable se ha producido en el sector de petróleo y gas y de la minería, con una caída del 53% y 55% respectivamente.

En los siguientes gráficos podemos observar de una manera más visual los diferentes usos que se le ha dado al PF a nivel mundial durante el primer cuatrimestre de 2020 y 2019.

Cabe destacar el notable aumento de esta forma de financiación para proyectos relacionados con energía, aumentando de un 42% a un 65% de un año para otro, disminuyendo de manera notable en el sector de petróleo y gas. Así mismo, se ha producido una bajada en el sector del transporte, manteniéndose más o menos estable en el resto de sectores.

Ilustración N° 6:

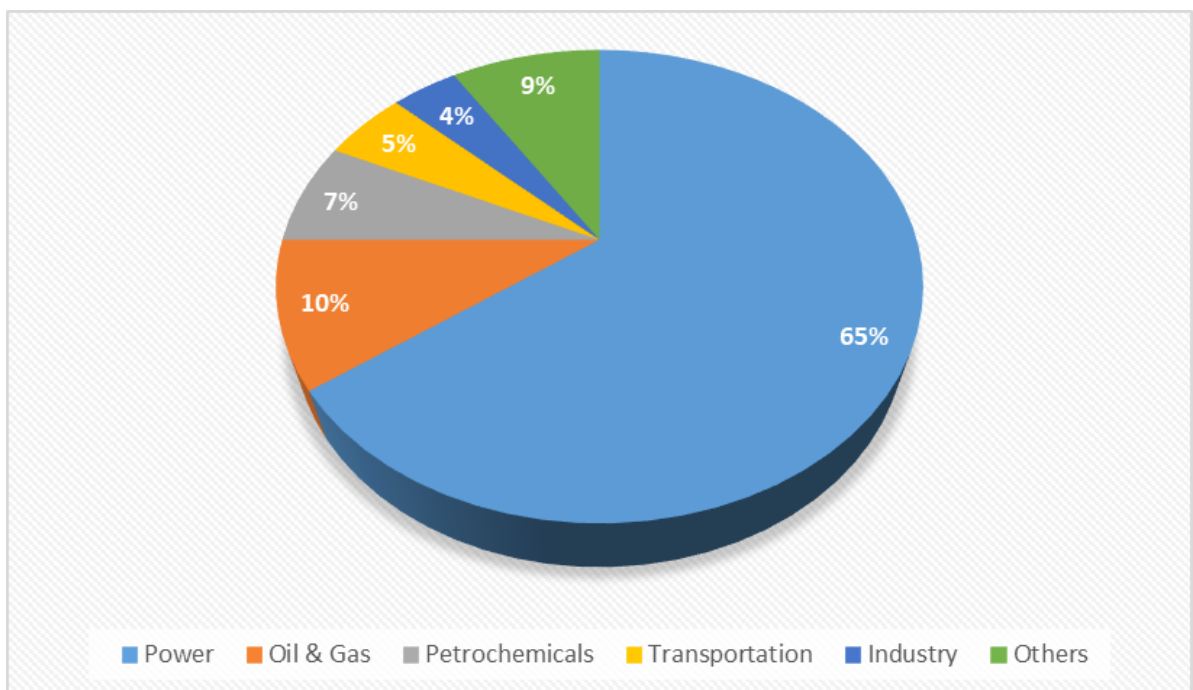
Usos del Project Finance durante el primer trimestre de 2019



Fuente: elaboración propia basada en los datos de Global Project Finance Review, (2019)

Ilustración N° 7:

Usos del Project Finance durante el primer trimestre de 2020



Fuente: elaboración propia basada en los datos de Global Project Finance Review, (2020).

3.8. Matriz de riesgos y riesgos del Project Finance

Casanovas (2016) establece que aparentemente el PF es una forma de financiación de alto riesgo pero sin embargo posee un nivel bajo de morosidad, para tratar de entender esto vamos a analizar la matriz de riesgos y mitigantes.

Dicha matriz tiene como objeto detectar y desactivar todos los riesgos que puedan afectar al PF.

Según Casanovas (2016) los riesgos de un proyecto se pueden:

- Evitar: cuando la posibilidad de que sucedan y el impacto es alta.
- Asumir: cuando la posibilidad de que sucedan y el impacto es bajo.
- Asegurar: cuando la posibilidad de que sucedan es baja y el impacto alto.
- Transferir: cuando la posibilidad de que sucedan es alta y el impacto bajo.

La matriz de mitigantes se divide en 3 partes:

- Los riesgos preliminares
- Los riesgos genéricos
- Los riesgos específicos

3.8.1. Los riesgos preliminares

Son aquellos que un analista valora antes de proceder al estudio exhaustivo de la operación. Tienen la consideración de ON-OFF, es decir, si alguno de estos riesgos no es aceptable para el banco, lo mejor es quitarle gastos al cliente y desestimar directamente la operación.

El primero de estos riesgos es el riesgo del cliente o accionista: este sucede cuando el banco considera que ya tiene suficiente riesgo con el cliente, por lo que debe denegar la operación.

El segundo riesgo es el riesgo del país, algunos bancos prefieren no operar en determinados países de elevado riesgo. Si el proyecto se desarrolla en alguno de estos países el desestimarán la operación.

El tercer riesgo preliminar es el sector. Existen sectores poco atractivos para los bancos, por ejemplo los relacionados con el tabaco, el juego o el armamento. Si el proyecto corresponde a algún sector donde el banco no desea participar deberá ser descartado.

3.8.2. Los mitigantes genéricos

Son aquellos que mejoran globalmente la calidad del proyecto pero no están relacionados con ningún riesgo en concreto. Destacamos 3 de ellos:

El barrido de caja o “cash sweep”, que consiste en lo siguiente: si un proyecto va mejor de lo previsto, el excedente de caja generado se utiliza para pagar anticipadamente el préstamo reduciendo el plazo del mismo.

El segundo es el fondo de reserva para el servicio de la deuda, es un fondo constituido para atender el pago de la deuda si algún año el proyecto presenta algún problema puntual. Su importe equivale a un recibo semestral (capital + intereses) del préstamo del proyecto.

El último es el fondo de reserva para el mantenimiento, este fondo se realiza para que en el momento que un proyecto necesite realizar una inversión de mantenimiento, la sociedad disponga de los recursos suficientes para realízalo.

3.8.3. *Los mitigantes específicos*

Son aquellos que refieren concretamente a cada uno de los riesgos del proyecto que hemos detectado. Podemos dividirlos en 3 fases: Periodo de construcción, completion test y periodo de explotación del proyecto.

El periodo de construcción es el de mayor riesgo para los bancos. Deberemos analizar aspectos como la capacidad del constructo contratado, los sobrecostos, las demoras en la finalización de la construcción y las facturas presentadas. Es el único momento del proyecto en que se requieren garantías de los accionistas.

El “completion test” es un hito importante en PF. Si se supera significa que el proyecto está totalmente finalizado y listo para su funcionamiento. En ese momento, se suele dar por terminado la garantía que los accionistas aportan al proyecto.

Por último, debemos analizar todos los riesgos que pueden suceder durante la fase de explotación, que haciendo referencia a Casanovas (2016) son: riesgo tecnológico, de dirección, accionariado, de producción, de mercado, de recurso, económico, político, de fuerza mayor, legal y medioambiental.

- Riesgo tecnológico: nos referimos al riesgo tecnológico cuando la existencia de nuevas tecnologías no están debidamente contrastadas, provocando retrasos, aumentando costes o fallos técnicos.
- Riesgos de dirección: este riesgo se produce cuando el trabajado elegido para llevar a cabo del desarrollo del PF no está debidamente cualificado o preparado para ello.
- Riesgo de accionariado: esto se produce cuando los accionistas de un proyecto tienen recursos limitados para resolver los posibles problemas que puedan ir surgiendo.
- Riesgo de producción: se da cuando un proyecto no puede operarse de forma continuada o las materias primas no son las suficientes para su desarrollo. Además, una vez llevado a cabo el proyecto puede ocurrir que se estropee algún equipo o un mal mantenimiento y esto requiera un coste mayor al previsto.
- Riesgo de mercado: hace referencia a la demanda del producto o servicio. Ésta debe ser lo suficientemente alta para hacer frente al repago de la deuda y la adquisición de materia prima.
- Riesgo de recurso: no todas las entidades financieras pueden asumir los riesgos de recurso. La ausencia de suministros y de recursos puede derivar en este tipo de riesgo.

- Riesgo económico: este tipo no se puede controlar, ya que se deben al mercado y pueden ser variaciones en el tipo de interés o tipo de cambio, inflación, diferencias de precios, etcétera.
- Riesgo político: se dan en los casos que requieran licencias o aprobaciones del gobierno para llevarse a cabo. Además, debemos tener en cuenta los activistas no gubernamentales y los cambios en leyes y reglamentos que afecten al sector.
- Riesgo de fuerza mayor: este riesgo se produce cuando algo impide el desarrollo normal del proyecto, debido a huelgas, guerras, vandalismo, bloqueo del país y epidemias, entre otras cosas.
- Riesgo legal: se debe a las diferencias legales entre países.
- Riesgo medioambiental: este riesgo provoca muy pocas veces que no se pueda ejecutar el proyecto, sin embargo, las consecuencias que dichos proyectos puedan tener en el medioambiente son problemas cada vez más presentes y que debemos tener en cuenta.

4. CONCLUSIONES

El objetivo del presente trabajo era analizar las diferentes fuentes de financiación de las que disponen las empresas, haciendo énfasis en una nueva forma de obtener recursos, el Project Finance.

En primer lugar cabe destacar que la financiación puede adquirirse por dos vías, la interna y la externa. La interna está formada por las aportaciones de los socios, también conocidas como recursos propios; mientras que cuando hablamos de vía externa nos referimos a la financiación de terceros, como puede ser un préstamo bancario.

Las fuentes de financiación internas pueden ser ganancias retenidas y ventas de activos entre otras, mientras que en las externas debemos distinguir entre el corto y el largo plazo, dependiendo esto del nivel de tiempo que exijan.

Olvidando las formas de financiar tradicionales, el PF, que surgió en los años 70, es una manera distinta de enfocar la financiación de un proyecto, excluyendo los acuerdos comerciales. Como hemos mencionado antes, un proyecto se puede financiar mediante recursos propios y financiación bancaria. Esta última puede ser de tipo corporativo o a través de PF.

La financiación tradicional es de tipo corporativo, su fuente de repago para los inversores y prestamistas es la empresa prestataria, soportada por todo su balance. En este caso, si el proyecto falla los prestamistas no corren ningún riesgo. Sin embargo, si fracasa en PF, las pérdidas serán notables.

PF supone la utilización de la llamada Sociedad Vehículo del Proyecto (SVP) cuyo objetivo es conseguir financiación. Su financiación está basada mayoritariamente en recursos propios y una pequeña parte de recursos ajenos, donde se encuentra en PF.

Debemos tener en cuenta que no todos los proyectos pueden financiarse mediante PF, sólo podrán hacerlo aquellos que siguen unas rigurosas características, y deben de cumplirse todas para que pueda llevarse a cabo.

La SVP nombrada anteriormente es una de las partes que intervienen en un PF, además de los accionistas del proyecto, los consultores y asesores, las compañías aseguradoras y las instituciones financieras. Éstas últimas apoyan este tipo de financiación con el requisito de que se cumplan los flujos de caja acordados.

Además, debemos ser conscientes de que este tipo de financiación no puede aplicarse para cualquier sector, es utilizado principalmente para sectores relacionados con la energía o construcción, que suponen una alta inversión inicial.

Para finalizar y como se aprecia en el trabajo, el uso de PF ha ido aumentando considerablemente a lo largo de los años, tanto en Asia Pacífica y Japón, como en América y Europa, Oriente Medio y África.

En España, su uso ha crecido con respecto a años anteriores, habiéndose firmado 11 proyectos en 2020. Además, en 2018, BBVA firmó un acuerdo con Renovalia para establecer en Lleida y Barcelona el primer “Green Project Finance” del país.

BIBLIOGRAFÍA

- BBVA (2007) El capital social en España y los países de la OCDE. Cuadernos de divulgación <Capital y <https://www.fbbva.es/publicaciones/el-capital-social-en-espana-y-los-paises-de-la-ocde/>> [Consulta: 18 de abril 2020].
- BENIGNO, M. (2018). *Principales riesgos de los participantes en un proyecto ejecutado mediante Project Finance*. Obtenido de <https://www.mbg.es/ingenieria/principales-riesgos-de-los-participantes-en-un-proyecto-ejecutado-mediante-project-finance/?v=796834e7a283>. [Consulta: 29 de mayo 2020].
- BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. y ALLEN, F. (2010): Principios de finanzas corporativas, Ediciones McGraw Hill (9ª edición).
- CASANOVAS, T. (2015). *Project Finance Internacional*. Barcelona: Profit Editorial.
- CIFUENTES ARELLANO, R. (26 de Agosto de 2013). *Importancia del estudio del financiamiento para las empresas*. Obtenido de <https://www.gestiopolis.com/importancia-del-estudio-del-financiamiento-para-las-empresas/> [Consulta: 19 de abril 2020].
- CONTABILIDAD, C. D. (17 de Enero de 2008). *Normas Internacionales de Contabilidad N° 1*. Obtenido de https://www.nicniif.org/files/u1/NIC_1_1.pdf [Consulta: 18 de abril 2020]
- DE LOS HEROS ECHECOPAR, J. C. (2017). Una revisión al Project Finance. *Cículo de Derecho Administrativo*.
- DURÁN GRAVÁN, A. (1 de Febrero de 2019). *11 FORMAS DE FINANCIAR UN PROYECTO*. Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.com/es/11-formas-de-financiar-un-proyecto/> [Cobsluta: 18 de abril 2020].
- FERNÁNDEZ, H. (2019). *¿Qué es una startup?* Obtenido de <https://eonomiatic.com/que-es-una-startup/> [Consulta: 20 de abril 2020].
- FURIÓ, E. (5 de Abril de 2018). *BBVA firma con Renovalia el primer 'green project finance' de energía renovable en España*. Obtenido de BBVA: <https://www.bbva.com/es/bbva-firma-renovalia-primer-green-project-finance-energia-renovable-espana/> [Consulta: 18 de mayo 2020].
- GARCÍA ARANDA, J. F. (21 de Mayo de 2019). *¿Por qué se endeuda una empresa?* Obtenido de <https://www.unicajabanco.es/es/blog/economia-y-empresa/2019/mayo/-por-que-se-endeuda-una-empresa-> [Consulta: 20 de abril 2020].

- GARCÍA VEGA, L. (7 de Diciembre de 2011). *Financiación con "Project Finance"*. Obtenido de LegalToday: <http://www.legaltoday.com/opinion/articulos-de-opinion/financiacion-con-project-finance-i> [Consulta: 22 de abril 2020].
- Garvía Vega, L. (7 de Diciembre de 2011). *Financiación con Project Finance*. Obtenido de LEGALTODAY: <http://www.legaltoday.com/opinion/articulos-de-opinion/financiacion-con-project-finance-i> [Consulta: 23 de abril 2020].
- GESTIÓN, M. Y. (2018 de 01 de 03). *¿Qué es el ROE?* Obtenido de <https://www.abanteasesores.com/blog/que-es-el-roe/> [5 de mayo de 2020].
- GÓMEZ CÁCERES, D., & JURADO MADICO, J. (2001). *Financiación global de Proyectos. Project Finance*. Madrid: ESIC EDITORIAL.
- JULIÁN, R., & MASCAREÑAS, J. (Marzo de 2014). *La financiación de proyectos*. Obtenido de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2407394 [Consulta: 7 de mayo 2020].
- KENTON, W. (28 de Marzo de 2019). *Public-Private Partnerships*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/p/public-private-partnerships.asp> [Consulta: 22 de abril 2020].
- NAVARRO, J. (31 de Marzo de 2010). *¿Cómo se financian las empresas?* Obtenido de <https://www.elblogsalmon.com/management/como-se-financian-las-empresas> [Consulta: 18 de abril 2020].
- PEIRO UCHA, A. (Diciembre de 2015). *Financiación de Proyectos - Project Finance*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/financiacion-de-proyectos-project-finance.html> [Consulta: 25 de abril 2020].
- REVIEW, G. P. (2019). *Global Project Finance Review, first quarter 2019*.
- REVIEW, G. P. (2020). *Global Project Finance Review, first quarter 2020*.
- RIVAS OBREGÓN, P. (2015). *Construcción de una residencia para estudiantes en la Universidad de Cantabria bajo la forma de Project Finance*.
- VÁZQUEZ, R. (s.f.). *Recursos Ajenos*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/recursos-ajenos.html> [Consulta: 21 de abril 2020].
- WESTREICHER, G. (s.f.). *Autofinanciación*. Obtenido de Economipedia: <https://economipedia.com/definiciones/autofinanciacion.html> [Consulta: 21 de abril 2020].